

强于大市

春暖花开 加速复苏

——中国银行业 2010 年第二季度投资策略——

研究员

解学成

执业证号: S1250208070159

电话: 010-88092288-8663

邮箱: jxc@swsc.com.cn

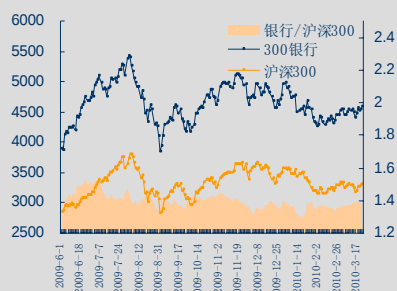
付立春

执业证号: S1250109050918

电话: 010-88092288-8539

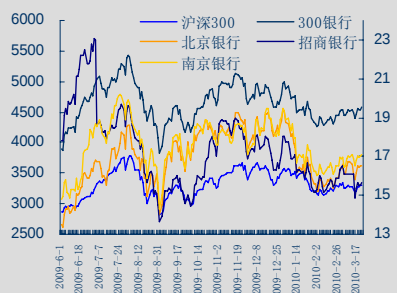
邮箱: flc@swsc.com.cn

银行业相对市场的表现: 2009Q3-



资料来源: 西南证券研发中心

推荐组合的市场表现: 2009Q3-



资料来源: 西南证券研发中心

内容摘要:

- 2010、2011 银行业绩加速增长。自下而上来看, 预计 2010、2011 年中国 A 股银行利润同比增速将分别达到 22%、27%, 高于 2009 年增速。分类而言, 预计国有银行在 2010 年的增长仍然相对平稳, 2010、2011 年城商行、股份制银行业绩增长提速更快。
- 生息资产基数已大幅提高, 并将继续快速增加。预计 2 季度的贷款增长环比会有所减速, 但仍将维持在较高水平。以贷款为主的生息资产的高起点快速增长, 保证了银行业绩的加速增长。
- 信贷指导、上调准备金, 货币从紧提高银行息差。2010 年货币政策相对 2009 年更为谨慎, 信贷的可得性大幅降低, 银行利率的优惠空间大幅减少, 息差延续环比反弹, 增加了银行的盈利水平。
- 针对目前银行集中的融资需求, 我们认为融资是银行正常发展的需要, 只是 09 年的金融环境促发了此次集中融资大潮。预计再融资+IPO,A 股融资 1200 亿, 对二级市场冲击小于预期。
- 2010 年 2 季度银行业利好因素更多, 银行板块将恢复性上涨。我们的理由是: 1 季度超跌; 今年新增不良贷款发生的可能性低; 加息奠定息差持续快速反弹的基础, 将推动银行估值上移; 二季度机构分红减持压力减小, 同时新发基金对银行股的需求增大; 股指期货的预期及其正式推出将提高对大流通市值银行股的需求。
- 2010 年城商行增长潜力大; 配合息差反弹和资本充足问题的解决, 招商银行从二季度开始进入新一轮快速成长期, 因此我们重点推荐北京银行、南京银行和招商银行; 鉴于中国银行 2009 年成功的战略转型, 我们也将将其评级从中性提高至增持, 在国有大行中予以重点推荐。

重点公司盈利预测与估值

代码	名称	评级	EPS			PE			目标价格
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	
601169	北京银行	买入	0.96	1.21	1.45	18.11	14.61	15.5	22
601009	南京银行	买入	0.89	1.15	1.45	19.21	15.23	14.1	23
600036	招商银行	买入	0.68	1.19	1.41	24.9	14.2	12.0	25

目 录

1. 行业篇：增长>稀释，股价回升.....	1
1.1 规模扩大+息差反弹，业绩加速增长.....	1
1.2 融资压力释放，稀释程度有限.....	1
1.3 利好因素多，恢复性上涨.....	3
2. 组合篇：城商高速增长，招商资本充裕.....	4
2.1 服务中小企业，城商行优先发展.....	4
2.2 招行融资靴子落地 再次转型深化发展.....	4
插图目录.....	7
表格目录.....	7

1. 行业篇：增长 > 稀释，业绩加速增长

1.1 规模扩大+息差反弹，业绩加速增长

生息资产基数已大幅提高，并将继续快速增加。2009 年全国贷款存量扩大 1/3，从规模上保持了银行营业收入与利润的增长。2010 年监管层延续信贷调控，在 2009 年的高基数上继续快速增长，预计 2010 年全年信贷新增 7.56 万亿。今年一月份新增信贷 1.39 万亿，二月份新增 7001 亿，预计 2 季度的贷款增长环比会有所减速，但仍将维持在较高水平。以贷款为主的生息资产的高起点快速增长，保证了银行业绩的加速增长。

信贷指导、上调准备金，货币从紧提高银行息差。存款准备金率的上调降低了货币乘数，2010 年 1 月 12 日和 2 月 12 日，央行两次宣布上调存款准备金率 0.5%，目前为 16.5%，预计年内还有 1% 的上调空间。监管层也加强了信贷的窗口指导，对信贷规模、结构和节奏的控制更为严格。2010 年货币政策相对 2009 年更为谨慎，信贷的可得性大幅降低，银行利率的优惠空间大幅减少，息差延续环比反弹，增加了银行的盈利水平。

表 1：2010 年二季度货币预测

单位：%

	M1 增速	M2 增速	贷款增速	存款增速	1 年存款利率	1 年贷款利率
2010Q1	18.90	19.10	20.00	20.00	5.40	2.40
2010H1	18.30	18.80	19.50	20.00	5.40	2.10

数据来源：西南证券研发中心

2010、2011 银行业绩加速增长。自下而上来看，预计 2010、2011 年中国 A 股银行利润同比增速将分别达到 22%、27%，高于 2009 年增速。

城商行、股份制银行增长将提速。分类而言，预计国有银行在 2010 年的增长仍然相对平稳，增速为 19%，股份制银行增长 20，城商行的利润增长相对突出（27%）。2011 年三类银行的业绩增长都将加速。总体来看，2010、2011 年城商行、股份制银行业绩增长提速更快。

表 2：2010、11 年中国 A 股银行及三大类银行的业绩预测

	2010 年增速	2011 年增速
A 股银行	21.9	27.1
国有行（4）	18.9	24.0
股份制（7）	20.4	25.6
城商行（10）	27.4	32.4

数据来源：西南证券研发中心

1.2 融资压力释放，稀释程度有限

十二家银行、十七个融资公告，中国上市银行步入密集再融资时期。2007 年中国内地银行 A 股 IPO 集中融资后，历时三年的快速发展，我们提出 2010、2011 年是中国 A 股银行的再融资密集期。除了 A 股已上市银行再融资压力集中释放，众多待 A 股上市的银行也有不小的

融资需求。例如，重庆银行等已经在排队等候，上海银行、九江银行、南昌银行等也已经进入辅导期；作为规模较大的股份制商业银行，光大银行也在 10 年 2 月下旬宣布重启上市计划，正等待审批。**待上市银行 IPO 融资也十分密集。**

表 3：2009H 以来银行融资一览

银行	公告时间	融资方式	融资额度（亿）	完成情况
深发展	2009-6-13	对平安寿险定向增发，发行价格为 18.26 元/股	<106.83	未完成
交通银行	2009-6-24	发行不超过 250 亿元人民币次级债券	<250	未完成
中国银行	2009-6-30	发行次级债券人民币 400 亿元	400.00	已完成
工商银行	2009-7-3	发行不超过人民币 400 亿元的次级债券	<400	未完成
建设银行	2009-8-13	发行次级债券人民币 200 亿元，期限有 10 年和 15 年两种	200.00	已完成
兴业银行	2009-9-15	发行次级 100 亿	100.00	已完成
浦发银行	2009-9-30	向特定 9 家定向增发，发行价格为 16.59 元/股	<148.27	未完成
宁波银行	2009-10-13	持股 5%以上的股东可自愿认购，发行价格为 11.63 元/股	<50	未完成
兴业银行	2009-11-23	按每 10 股配售不超过 2.5 股的比例向全体股东配售		未完成
南京银行	2009-12-21	向全体股东按每 10 股不超过 2.5 股的比例配售	<50	未完成
民生银行	2009-12-21	H 股上市，共发行约 34.4 亿股，总计融资额落定为 312.3 亿港元	275.00	已完成
建设银行	2009-12-25	发行 15 年期固定利率次级债券人民币 200 亿元	200.00	已完成
中信银行	2009-13-31	发行合计不超过 250 亿元人民币的次级债或混合资本债	<250	待审批
中国银行	2010-1-25	拟发行可转债总额不超过人民币 400 亿元	<400	未完成
招商银行	2010-2-23	A、H 股同时按照 10 比 1.3 股配股（3-15 配股除权）	<220	未完成
交通银行	2010-2-24	A、H 股同时按照不超过 10 比 1.5 股配股	<420	待审批
华夏银行	2010-3-1	发行次级债	44.00	已完成
浦发银行	2010-3-11	向广州移动定向增发	398	未完成

数据来源：西南证券研发中心

银行融资是发展的正常需要。一般而言，上市公司经过 3 年的快速增长，需要扩大资本金水平为进一步发展打下基础。银行业也不例外。一般来说，如果银行为了扩张，尤其是兼并、收购、新设分行和大动作的业务调整，频繁融资也是常有的现象。众多银行在 2007 年左右 A 股 IPO 后几乎没有股权融资，在 2010、11 年再融资符合公司正常的融资周期。

2009 年迅速扩张加大了融资压力。特别地，这种行业集体融资的现象并非银行业的常态，只是由于特殊的全球金融环境突变带来的偶发性结果。在国家的经济刺激政策下，银行 2009 年开始大量放贷，规模迅速扩大，资本金消耗加快，银行融资的压力也急速加大。

表 4: 各行资本充足情况

2009Q3			
		资本充足率	核心资本充足率
600000.SH	浦发银行	10.16	6.76
600015.SH	华夏银行		
600016.SH	民生银行		
600036.SH	招商银行	10.54	6.61
601009.SH	南京银行	13.21	11.63
601169.SH	北京银行		
601328.SH	交通银行	12.52	8.08
601398.SH	工商银行	12.6	9.86
601939.SH	建设银行	12.11	9.57
601988.SH	中国银行	11.63	9.37
601998.SH	中信银行	11.24	9.84
2009A			
000001.SZ	深发展 A	8.88	5.52
601166.SH	兴业银行	10.75	7.91
002142.SZ	宁波银行	10.75	5.98

数据来源: 公司财报 西南证券研发中心

再融资+IPO,A 股融资 1200 亿。从已出台融资方案的银行案例来看,即便将补充附属资本的次级债发行、将补充核心资本的但是在香港融资或定向增发算在内,目前已出公告的银行,完成和未完成的融资共计不足 4000 亿。其中,综合考虑招商银行、交通银行、兴业银行、南京银行、宁波银行与重庆银行,今年直接在国内二级市场股权融资额在 1200 亿左右,超过 1500 亿的可能性很小。因此,此轮融资对二级市场的直接冲击会低于市场预期。

1.3 利好因素多,恢复性上涨

2010 年 2 季度银行业利好因素更多, 银行板块将恢复性上涨。

支持上述判断的主要驱动因素有:

- **上半年银行业绩高位加速增长超 25%。**在生息资产规模迅速扩大、息差持续反弹的驱动下,预计上半年中国 A 股上市银行的利润增长将超过 25%,高基数上上继续加速增长。
- **新增不良贷款有限,信用成本可控。**据我们调研,上市银行一般在风险较高的地市级以下融资平台和资质较差房地产企业的贷款较少,新增不良贷款和信用成本低于市场预期。
- **2010 年再融资和高稀释的压力已经充分释放,市场反应过度。**
- **银行估值偏低,1 季度超跌状态。**
- **加息奠定息差持续快速反弹的基础,将推动银行估值上移。**

- 二季度机构分红减持压力减小，同时新发基金对银行股的需求增大。
- 股指期货的预期及其正式推出将提高对大流通市值银行股的需求。

2. 组合篇：城商高速增长，招商资本充裕

2.1 服务中小企业，城商行优先发展

中国的上市城商银行具有出身好、人缘好、机遇好这“三好”特点，发展潜力巨大：中国的城市商业银行的历史包袱更少，出身相对更好；城商行与当地政府及企业具有更加明显的“本土”优势，人缘相对更好；发展中小企业金融服务，规模相对较小的城市商业银行面临的机遇最好。

以北京、南京和宁波银行为代表最为优秀的一些城市商业银行经过股份制改造的过程，还实现了在国内 A 股市场上市，公司治理结构与经营管理更加规范化、现代化，正在从城市银行向区域性银行稳步快速挺进：

- 资产成倍扩张上市城商行的高速成长，资产规模成倍扩张。
- 高盈利能力确保业绩高增长
- 规模扩张的同时，上市城商行盈利能力稳步提升，保证了利润水平更快增长。
- 资本足、存款高 扩张潜力巨大
- 拨备高、成本低 增长持续平稳
- 规模盈利高增长 低息时期的主角
- 城商行的盈利能力与水平仍将继续快速提高

09 年三季度开始城市商业银行的扩张速度显著高于其他银行，在居民中长期贷款及其他类型贷款中的份额稳步提升，竞争力有所增强。由于其资本充足率仍相对十分充足，预计 2009 年四季度及 2010 年上半年城商行仍将保持相对更快的增长速度。因其 ROA 较高，业绩也增长也更为乐观。维持我们的业绩预期与行业评级，仍然推荐城商银行板块，特别是其中的北京银行与南京银行。

2.2 招行融资靴子落地 再次转型深化发展

招商银行融资使用效率高

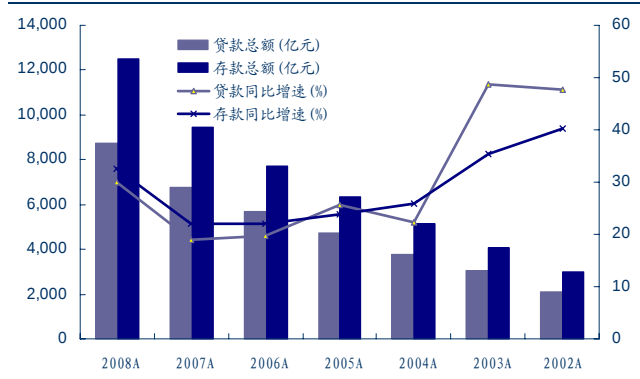
中国的银行（再）融资后，资产持续快速扩张，盈利能力不断改善。通过分析国内银行的案例，我们发现融资或再融资同样也助推银行的做大做强。历史分析发现，招行融资以来，资产质量和盈利能力都稳步快速提升：

- 我们将已上市的 7 家股份制银行的专项指标和盈利能力指标做简单平均，结果显示，在可供比较的 4 年中，尽管 07、08 年招行的贷款水平高于平均 2%、7%，但是，其存款水平在 08 年远远高于平均水平，高出 10%，可见，招行的吸储能力自 08 年有

较大提升，这是其经营高品质零售银行的结果之一。

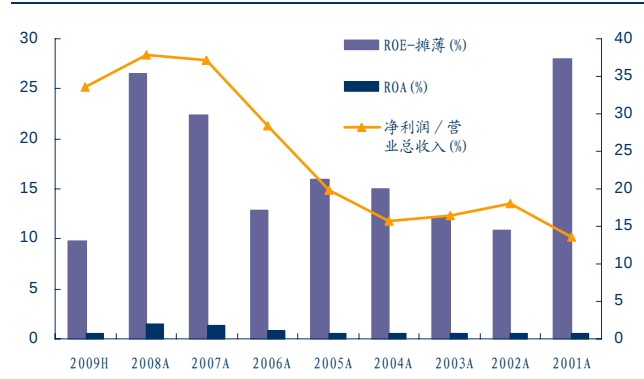
- 从资本充足率来看，由于招行一直以提高资本利用率、大力发展利息收益以外的业务为目标，加之 02 年和 06 年两次股权融资以及可转债的转股，两方面因素使得招行在资本充足问题上不会出现突发的棘手短缺，也保证了它稳定的发挥盈利能力。
- 从盈利能力来看，06 年以来，招行的净资产收益率和资产收益率就高于行业平均，09 年上半年，由于招行谨慎放贷，所以 ROE 暂时略低于平均水平，但是，由于下半年的稳健经营，招行依然能够在全年胜出其他银行。

图 1: 招商银行 04 至 08 年存贷款状况



数据来源：西南证券研发中心

图 2: 招商银行 04 至 08 年盈利状况



数据来源：西南证券研发中心

高净利息收入比例、低规模与贷款增速以及相对固定的成本费用共同决定了招商银行对利率的高弹性。

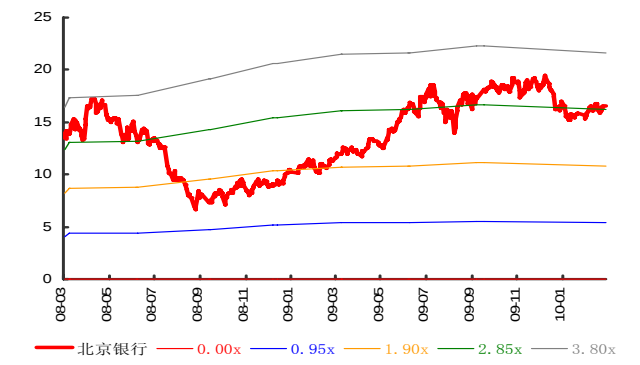
截至一季度，招商银行率先完成 A 股融资（H 股配售将于 4 月上旬结束），成功募集 177.64 亿元，通过分析过去招行融资后的增长情况，我们认为，配合息差反弹和资本充足问题的解决，招商银行从二季度开始进入新一轮快速成长期，2010 年我们仍然首推招商银行。

表 5: 银行评级

		国有	工商	建设	中国	交通	股份	招商	中信	浦发	兴业	民生	华夏	深发	城商	北京	宁波	南京
投资	评级		中性	中性	增持	增持		买入	中性	增持	中性	增持	增持	增持		买入	增持	买入
策略	目标价		6	7	5	11		25	8	28	47	10	13	28		22	15	23

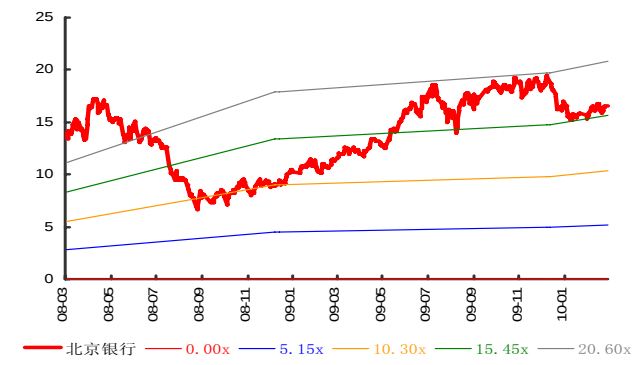
数据来源：西南证券研发中心。更新：2010-3-23

图 3: 北京银行 PB Band



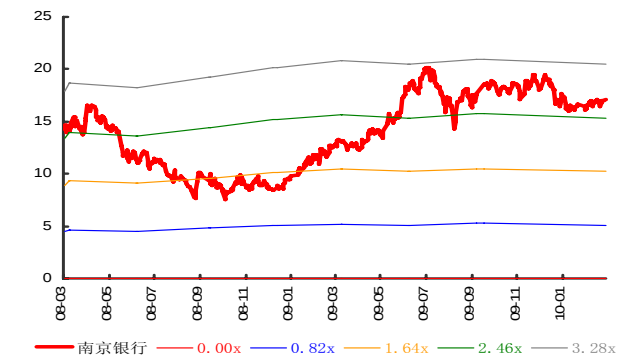
数据来源: 西南证券研发中心

图 4: 北京银行 PE Band



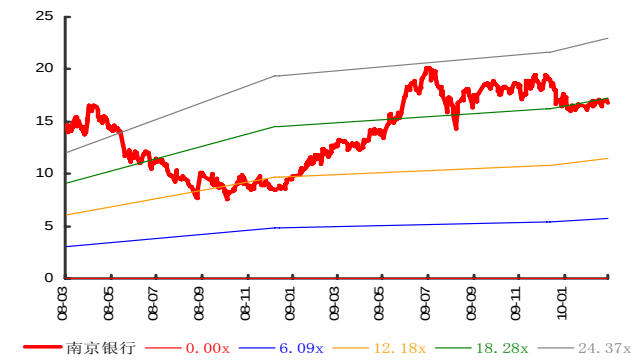
数据来源: 西南证券研发中心

图 5: 南京银行 PB Band



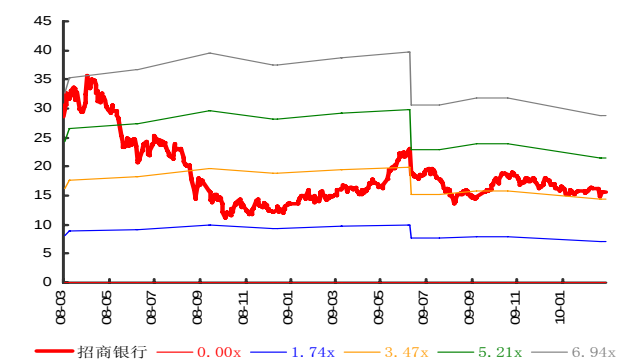
数据来源: 西南证券研发中心

图 6: 南京银行 PE Band



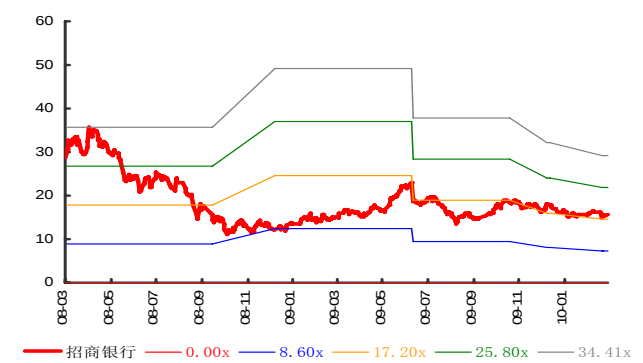
数据来源: 西南证券研发中心

图 7: 招商银行 PB Band



数据来源: 西南证券研发中心

图 8: 招商银行 PE Band



数据来源: 西南证券研发中心

插图目录

图 1: 招商银行 04 至 08 年存贷款状况	5
图 2: 招商银行 04 至 08 年盈利状况	5
图 3: 北京银行 PB Band	6
图 4: 北京银行 PE Band	6
图 5: 南京银行 PB Band	6
图 6: 南京银行 PE Band	6
图 7: 招商银行 PB Band	6
图 8: 招商银行 PE Band	6

表格目录

表 1: 2010 年二季度货币预测	1
表 2: 2010、11 年中国 A 股银行及三大类银行的业绩预测	1
表 3: 2009H 以来银行融资一览	2
表 4: 各行资本充足情况	3
表 5: 银行评级	5

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>